

Pengaruh Likuiditas Terhadap *Underpricing* Saham Perdana

Muniya Alteza
Universitas Negeri Yogyakarta
m_alteza@uny.ac.id

Abstract

This research tests the underpricing of IPOs in Jakarta Stock Exchange and points out the determinants of underpricing based on aftermarket liquidity hypotheses. The total samples taken are 85 IPOs from the period 1998 to 2003. Data analysis method conducted through one sample t-test and multiple linear regression. The study shows that investor could get positive abnormal return in the first day of trading in the secondary market, which means that the underpricing of IPOs exists in the JSX. It is also proved that expected aftermarket liquidity and liquidity risk are important determinants of IPO underpricing, after controlling for the asymmetric information variables traditionally used to explain underpricing. An IPO shares that is expected to be more illiquid and to have higher liquidity risk should feature higher underpricing.

Keywords: *initial public offering, underpricing, aftermarket liquidity, asymmetric information*

1. Pendahuluan

Keberadaan dana dibutuhkan oleh perusahaan untuk dapat menunjang pertumbuhan yang diinginkan. Terkait dengan hal ini, ada dua pilihan sumber dana yang dapat digunakan berupa sumber dana internal maupun eksternal. Pada awal berdirinya, perusahaan biasanya mengandalkan dana internal dari laba ditahan, tetapi seiring dengan pertumbuhan yang semakin cepat maka diperlukan sumber dana tambahan secara eksternal, yang dapat dipenuhi lewat penerbitan saham atau obligasi di pasar modal.

Apabila perusahaan memilih menggunakan dana lewat penerbitan saham, maka tahap pertama yang harus dilalui adalah menawarkan saham pertama kali kepada masyarakat umum melalui pasar primer. Peristiwa inilah yang sering disebut dengan penawaran saham perdana atau *initial public offering (IPO)*. Dana yang diperoleh dari penawaran perdana dapat digunakan untuk membiayai ekspansi, memperkuat *working capital*, dan melunasi hutang yang pada akhirnya diharapkan

semakin meningkatkan posisi keuangan perusahaan. Selain sebagai mekanisme memperoleh dana, dengan melakukan penawaran perdana maka emiten akan berubah statusnya menjadi perusahaan publik, sehingga di masa depan dapat menerbitkan saham baru untuk meningkatkan modal. Setelah penjualan perdana kepada publik barulah saham perusahaan yang bersangkutan dapat diperjualbelikan oleh investor di pasar sekunder.

Untuk memudahkan perusahaan dalam proses penawaran perdana, dibutuhkan keterlibatan penjamin emisi (*underwriter*). Fungsi yang dijalankan oleh penjamin emisi ini ada tiga. Fungsi pertama adalah melakukan penjaminan terhadap penjualan saham yang ditawarkan oleh emiten (*underwriting function*). Ada dua jenis penjaminan yang dapat dipilih yaitu *full commitment*, di mana penjamin emisi memiliki kewajiban penuh terhadap penjualan dan harus membeli sisa saham yang tidak terjual dan *best effort*, di mana penjamin emisi hanya bertanggung jawab untuk menjualkan saham dengan usaha terbaik dan dapat mengembalikan sisa saham yang tidak laku. Fungsi kedua ialah memberikan nasehat dalam menetapkan harga dan waktu penawaran saham yang terbaik (*advisory function*), dan fungsi ketiga adalah menjalankan aktivitas pemasaran berupa distribusi penjualan saham kepada investor (*marketing function*).

Salah satu keputusan penting dalam penawaran perdana adalah penetapan harga saham, yang biasanya bukan merupakan hal yang mudah karena melibatkan kepentingan berbagai partisipan yang berbeda. Harga saham yang akan dijual di pasar primer ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan antara emiten dengan penjamin emisi. Bertolak dari kepentingan perusahaan, seharusnya penjamin emisi menetapkan harga perdana yang cukup tinggi sehingga perusahaan dapat memperoleh tambahan dana yang memadai. Namun pada kenyataannya, pada saat penawaran perdana ini justru dijumpai *underpricing* di mana saham dijual dengan harga lebih rendah dari seharusnya. Terkait dengan hal tersebut, ada beberapa penjelasan yang dapat dikemukakan antara lain melalui hipotesis informasi asimetri (Rock, 1986; Baron dan Holmstrom, 1980), hipotesis *signaling* (Welch, 1989; Allen dan Faulhaber, 1989), hipotesis *market climate* (Aussenegg, 1997; Kooli dan Suret, 2001) maupun hipotesis *aftermarket liquidity* (Ellul dan Pagano, 2003). Penelitian ini secara empiris akan menguji fenomena terjadinya *underpricing* pada penawaran perdana yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta dan mengidentifikasi faktor yang mempengaruhi besarnya *underpricing* tersebut dilihat dari aspek likuiditas melalui pengujian hipotesis *aftermarket liquidity*.

2. *Underpricing* Saham Perdana

Underpricing merupakan keadaan di mana nilai saham dianggap lebih murah dari yang sebenarnya. Oleh karena itulah maka harga perdana lebih rendah

daripada harga yang terjadi saat saham diperdagangkan pertama kalinya di pasar sekunder. Dengan adanya *underpricing* maka investor yang membeli saham perdana dan menjual kembali di bursa akan mendapatkan *capital gains* yang disebut dengan *initial return*. Ditinjau dari sisi emiten, maka penetapan harga semacam ini merugikan, karena mengakibatkan hilangnya kesempatan untuk mendapatkan dana secara maksimal. Sebaliknya dari sisi investor apabila saham dijual dengan harga terlalu tinggi maka mereka tidak bersedia melakukan pembelian.

Fenomena *underpricing* ini memang telah diidentifikasi terjadi di berbagai pasar modal di banyak negara, dengan pengukuran *underpricing* menggunakan *initial return* maupun *abnormal return*. Pengujian memakai *abnormal return* memiliki keunggulan karena memperhitungkan tingkat keuntungan investor dan memperhatikan perbedaan faktor risiko (Ernyan dan Husnan, 2002). Penelitian di *developed market* misalnya Arosio *et al.* (2000) menemukan rata-rata *abnormal return* hari pertama perdagangan bagi saham perdana di *Milan Stock Exchange* sebesar 23.94%, sementara Ellul dan Pagano (2003) mengindikasikan *initial return* sebesar 42.21% untuk emisi perdana di Inggris. Du Charme *et al.* (2001) yang secara khusus meneliti penawaran perdana perusahaan internet di Amerika menemukan adanya fenomena *internet bubble*, ditandai dengan rata-rata tingkat *underpricing* yang lebih tinggi dibanding jenis perusahaan lain, mencapai 113.80%. Studi di *emerging market* yang antara lain dilakukan Ghosh (2002) membuktikan *underpricing* saham perdana di *Bombay Stock Exchange* sebesar 26.29%. Sementara Wong dan Uddin (2000) mengidentifikasi rata-rata *capital gains* yang dapat diperoleh investor di Malaysia yang menjual kembali saham perdana di hari pertama perdagangan senilai 56.64%. Indikasi *underpricing* yang sangat besar, mencapai 129.16% ditemukan dalam studi Chi dan Padgett (2002) pada penawaran saham perdana di Cina akibat diberlakukannya sistem kuota oleh pemerintah.

Di Indonesia sendiri terdapat beberapa penelitian yang menguji fenomena *underpricing*, antara lain Hanafi dan Husnan (1991) yang membuktikan adanya *abnormal return* positif di akhir minggu pertama pada emisi saham perdana tahun 1990. Husnan (1996) juga mengindikasikan *underprice* pada penawaran perdana perusahaan publik maupun privat. Ernyan dan Husnan (2002) menemukan *initial return* positif untuk investor yang membeli saham perdana baik perusahaan keuangan maupun non keuangan tahun 1991-1997. Dengan memakai periode pengamatan yang sama hasil serupa diperoleh Triaryati (2003) dengan pengukuran *underpricing* memakai *abnormal return*. Berdasarkan uraian tersebut untuk menguji fenomena *underpricing* dalam penelitian ini diajukan hipotesis sebagai berikut:

H_1 : terdapat rata-rata *abnormal return* positif pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder.

3. Hipotesis Informasi Asimetri

Selain mengidentifikasi *underpricing*, penelitian sebelumnya juga berusaha membuktikan faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*. Penjelasan Rock (1986) memaparkan informasi asimetri yang terjadi antara dua kelompok investor yang berbeda di pasar modal. Kelompok pertama adalah *informed investor* yang memiliki cukup informasi mengenai prospek dan kualitas emiten dan *uninformed investor* yang tidak mengetahui dengan pasti kondisi perusahaan. Model ini sering pula disebut *winner curse hypothesis* karena investor yang mempunyai keunggulan informasi akan mendapatkan alokasi edaran saham yang menguntungkan karena hanya akan membeli saham yang dijual *underprice*. Sebaliknya, investor yang tidak memiliki informasi akan membeli semua saham yang ditawarkan, baik *underprice* maupun *overprice* sehingga mereka banyak yang memilih keluar dari pasar primer. Agar *uninformed investor* tetap bersedia berpartisipasi dalam penawaran perdana maka saham harus ditawarkan dengan *underpricing* yang layak untuk mengkompensasi kerugian akibat pembelian saham yang *overprice*.

Pengembangan model lain dikemukakan Baron dan Holmstrom (1980) yang menyebutkan bahwa *underpricing* terjadi akibat informasi asimetri antara penjamin emisi yang memiliki informasi mengenai kondisi pasar modal lebih baik dibandingkan emiten. *Underpricing* merupakan kompensasi atas superioritas informasi yang dimiliki, sekaligus mekanisme untuk memudahkan penjamin emisi menjual saham secara lebih cepat dengan tanggungan biaya lebih kecil sehingga mengurangi risiko saham tidak terjual.

Banyak penelitian sebelumnya yang telah berhasil mengidentifikasi pengaruh variabel proksi informasi asimetri terhadap *underpricing*. Alli *et al.* (1994), Kunz dan Aggarwal (1994), Mc. Guinness (1992), Aussenegg (1997) dan Arosio *et al.* (2000) membuktikan pengaruh negatif deviasi standar return saham setelah diperdagangkan di pasar sekunder atau disebut *aftermarket volatility* terhadap *underpricing*. Adanya informasi asimetri akan menimbulkan pengharapan yang beraneka ragam (*heterogeneous expectation*) yang tercermin pada harga saham, hingga mengakibatkan ketidakpastian harga saham di masa depan (*ex-ante uncertainty*). *Underpricing* merupakan kompensasi atas biaya informasi tersebut di mana semakin besar *aftermarket volatility* maka semakin tinggi ketidakpastian yang ditanggung investor akibatnya *underpricing* juga semakin besar.

Selanjutnya, Aktas *et al.* (2003) menyatakan bahwa ukuran perusahaan merupakan salah satu variabel yang berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Pada perusahaan yang besar maka umumnya investor lebih mudah mengakses informasi dan semakin baik pula informasi yang disampaikan kepada publik melalui prospektusnya. Kemudahan ini akan mengurangi informasi asimetri yang timbul dan menurunkan *underpricing*. Jadi semakin besar ukuran perusahaan maka semakin

kecil *abnormal return* yang diperoleh investor dan sebaliknya. Kesimpulan serupa diungkapkan pula oleh Kim *et al.* (1993) serta Ma dan Tsai (2001).

Penelitian di Indonesia juga banyak yang telah mengambil proksi hipotesis informasi asimetri untuk menjelaskan *underpricing*. Triaryati (2003) menemukan bahwa *abnormal return* emisi saham perdana tidak dipengaruhi reputasi penjamin emisi, *aftermarket volatility*, umur perusahaan dan *size*. Temuan ini serupa dengan Nurhidayati dan Indriantoro (1998) yang tidak berhasil membuktikan satu pun hipotesis yang dikembangkan dalam konteks informasi asimetri antar pelaku pasar modal. Sedangkan Yasa (2003) dengan menggunakan periode penelitian mulai 1990-2001, menemukan bahwa hanya variabel reputasi penjamin emisi yang berpengaruh terhadap *initial return*, itupun dengan tanda berlawanan dengan yang diharapkan. Hasil berbeda ditemukan lewat studi Desiyanti (2004) yang membuktikan pengaruh negatif *aftermarket volatility* terhadap *underpricing*.

4. Pengaruh Likuiditas Terhadap *Underpricing*

Penjelasan lain terkait dengan *underpricing* diungkapkan Ellul dan Pagano (2003) melalui hipotesis *aftermarket liquidity*, yang memperluas aplikasi teori likuiditas bagi *seasoned securities* ke pasar primer. Berbagai penelitian sebelumnya telah menemukan bahwa *return* dari sekuritas mencakup premi bagi likuiditas saham, dimana saham yang tidak likuid harus dapat memberikan kompensasi berupa tingkat *return* yang lebih tinggi. Pengujian empiris yang dilakukan guna membuktikan pengaruh likuiditas terhadap *return* suatu saham umumnya memakai dengan proksi yang berbeda-beda. Keragaman ini antara lain disebabkan kompleksnya dimensi likuiditas sebagaimana dipaparkan Amihud (2002) bila likuiditas mempunyai sejumlah aspek yang tidak dapat tercakup dalam satu ukuran tunggal. Lebih jauh Liu (2004) menyatakan bila pengertian likuiditas mencakup empat dimensi yaitu kuantitas perdagangan, kecepatan perdagangan, biaya perdagangan, dan *price impact*.

Penelitian pertama dilakukan oleh Amihud dan Mendelson (1986) dengan mengambil proksi *bid-ask spread* dan berhasil menemukan bahwa *return* yang diharapkan akan naik seiring dengan kenaikan *bid-ask spread* relatif. Kenaikan *return* tersebut merupakan kompensasi atas tingkat risiko yang semakin besar. Hal ini didukung Easley *et al.* (1996) yang menyatakan bahwa saham-saham yang likuid atau sering diperdagangkan cenderung memiliki *spread* yang lebih kecil dibanding saham yang kurang likuid. Sementara Amihud (2002) memilih proksi likuiditas berupa *price impact* yang menunjukkan persentase absolut perubahan harga untuk setiap dolar volume perdagangan.

Penelitian lainnya juga dilakukan oleh Hu (1997) di *Tokyo Stock Exchange* yang memilih memakai *trading turnover* sebagai proksi likuiditas. Penelitian ini berhasil mengidentifikasi pengaruh negatif likuiditas terhadap *return* yang

diharapkan, artinya saham dengan *trading turnover* semakin tinggi memiliki tingkat *return* yang diharapkan yang semakin kecil. Pemilihan *turnover* dibandingkan *spread* karena datanya yang relatif tersedia dan penggunaan *quoted spread* tidak secara aktual mengukur biaya transaksi saham. Temuan serupa juga dilakukan oleh Datar *et al.* (1998) yang melakukan regresi *cross-sectional* terhadap *return* saham NYSE dan sama-sama menyimpulkan bahwa saham yang tidak likuid memberikan *return* lebih tinggi. Pengujian empiris yang sejenis dilakukan oleh Chui dan Wei dengan data NYSE/AMEX dan NASDAQ juga mengidentifikasi pengaruh rasio *turnover* terhadap *return* dalam Chan dan Faff, 2002). Sedangkan Brennan *et al.* (1998) dalam pengujiannya membuktikan pengaruh negatif volume perdagangan terhadap rata-rata *return*, yang berarti konsisten dengan adanya premi likuiditas pada *asset pricing*.

Hal serupa seharusnya juga terdapat pada saham perdana, dimana *return* yang didapatkan investor melalui *underpricing* telah mencakup premi bagi likuiditas saham karena investor yang akan melakukan pembelian saham perdana sebenarnya juga harus menanggung keberadaan biaya likuiditas. Berdasarkan berbagai informasi relevan yang dapat diperoleh investor baik dari prospektus maupun publikasi lain maka ia akan membuat ekspektasi mengenai likuiditas saham tersebut nantinya setelah diperdagangkan di bursa (*expected liquidity*). Apabila investor ternyata mengekspektasikan saham semakin tidak likuid maka artinya ia akan mensyaratkan kompensasi yang semakin besar pula dalam melakukan pembelian saham berupa semakin tingginya *return* yang diharapkan. Oleh karena itu, emiten harus memberikan *underprice* yang semakin tinggi. Selain itu investor juga harus menanggung risiko likuiditas (*liquidity risk*) karena tidak mengetahui secara tepat stabilitas likuiditas saham tersebut setelah diperjualbelikan di bursa dalam jangka waktu tertentu. Saham yang semula diestimasikan likuid memiliki probabilitas berubah menjadi tidak likuid setelah beberapa waktu diperdagangkan di pasar sekunder sehingga terdapat variabilitas likuiditas. Apabila variabilitas ini semakin besar maka artinya semakin tinggi pula risiko likuiditas yang dihadapi investor sehingga ia mensyaratkan premi *return* yang semakin tinggi. Oleh karena itu, saham harus ditawarkan dengan tingkat *underpricing* yang layak mengkompensasi risiko tersebut. Ellul dan Pagano (2003) dalam studinya di Inggris menemukan dua hasil penting yang menyimpulkan keberadaan premi likuiditas bagi saham perdana. Sebagai proksi *expected liquidity* dipakai *bid-ask spread* dan dibuktikan bahwa semakin besar *bid-ask spread* yang menunjukkan saham semakin tidak likuid maka *underpricing* semakin tinggi. Sedangkan deviasi standar *bid-ask spread* sebagai proksi *liquidity risk* berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Semakin besar deviasi standar *turnover* maka semakin besar pula risiko likuiditas sehingga penerbit saham harus mengkompensasinya dengan *underpricing* yang semakin tinggi. Guna menguji pengaruh likuiditas terhadap *underpricing* saham perdana diajukan hipotesis:

H_{2a} : *expected liquidity* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* penawaran saham perdana.

H_{2b} : *liquidity risk* berpengaruh positif terhadap *underpricing* penawaran saham perdana.

5. Metode Penelitian

Penelitian ini memakai data sekunder dari perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan *Indonesian Securities Market Database (ISMD)* PPA FE UGM. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sampel sebagai berikut:

- a) Perusahaan melakukan penawaran perdana periode Januari 1998- Desember 2003.
- b) Perusahaan memiliki data lengkap mengenai tanggal listing, harga perdana, harga penutupan saham dan volume selama 20 hari perdagangan pertama di BEJ, jumlah aset total.

Berdasarkan kriteria ini terkumpul sampel sebanyak 85 perusahaan. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

Variabel dependen (AR) adalah *underpricing* saham perdana yang diukur melalui *abnormal return*. Sedangkan *abnormal return* itu sendiri dihitung dengan *market adjusted model* ($AR = IR - R_m$), di mana berturut-turut $AR = \text{abnormal return}$ saham, $IR = \text{initial return}$ saham dan $R_m = \text{return IHSG}$. Perhitungan *initial return* dilakukan dengan rumus:

$$\text{Initial return} = \ln (P_1 / P_0) \quad (1)$$

P_1 = harga penutupan di hari pertama bursa

P_0 = harga perdana

Sementara return IHSG dihitung dengan rumus:

$$R_{mt} = \ln (P_{mt} / P_{mt-1}) \quad (2)$$

R_{mt} = return Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada hari ke t

P_{mt} = IHSG pada hari ke t

P_{mt-1} = IHSG pada hari ke t-1

Variabel independen adalah proksi hipotesis *aftermarket liquidity*, yang masing-masing diukur sebagai rata-rata selama periode 20 hari pertama perdagangan di pasar sekunder dengan mempertimbangkan bahwa pada hari ke-20 likuiditas saham telah mencapai kondisi *steady* (Ellul dan Pagano, 2003). Proksi likuiditas yang digunakan adalah *turnover* dengan memperhatikan hasil studi sebelumnya oleh Hidayah (2005)

yang berhasil menemukan pengaruh *turnover* terhadap return *seasoned securities* di BEJ.

a. *Expected liquidity* diukur dengan rumus:

$$TURN = \left(\frac{\sum_{i=1}^{20} \left(\frac{\text{Jumlah saham } i \text{ yang diperdagangkan pada hari } t}{\text{Jumlah saham } i \text{ yang beredar pada hari } t} \right)}{20} \right) \quad (3)$$

b. *Liquidity risk* diukur memakai rumus:

$$VARTURN = \sigma \left(\frac{\text{Jumlah saham } i \text{ yang diperdagangkan pada hari } t}{\text{Jumlah saham } i \text{ yang beredar pada hari } t} \right) \quad (4)$$

dan $t =$ hari ke - 1 sampai hari ke - 20

Variabel kontrol mewakili hipotesis informasi asimetri, yang banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya, yang berupa:

- Ukuran perusahaan (SIZE) dilihat dengan jumlah aset total tahun terakhir sebelum penawaran perdana.
- Aftermarket volatility* (VOLAT) diukur dengan deviasi standar return saham hari kedua sampai dengan hari kedua puluh perdagangan.

Pengujian H_1 dilakukan melalui uji t untuk satu sampel untuk melihat signifikansi rata-rata *abnormal return* dari nol, sedangkan pengujian H_{2a} dan H_{2b} dilakukan dengan analisis regresi berganda.

6. Hasil Penelitian

6.1. Hasil Pengujian Hipotesis Pertama

Tabel 1 menyajikan hasil pengujian *underpricing* dalam penelitian ini.

Tabel 1
Hasil Pengujian Hipotesis Pertama

Mean <i>Abnormal Return</i>	Deviasi Standar	Nilai t	p-value
0.3491	0.4354	7.394	0.00

Sumber: data diolah

Berdasarkan Tabel 1 terlihat bahwa pada hari pertama perdagangan, saham perdana mampu memberikan *abnormal return* positif signifikan bagi investor sebesar 34.91%, yang secara statistik signifikan pada $\alpha=1\%$. Dengan ditemukannya *abnormal return* pada hari pertama perdagangan maka hipotesis pertama yang

menguji fenomena *underpricing* dalam penelitian ini dapat diterima. Hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya oleh Hanafi (1998), Ernyan dan Husnan (2002), Triaryati (2003) maupun Desiyanti (2004), yang semuanya mengidentifikasi gejala *underpricing* dalam penawaran perdana di BEJ.

6.2. Hasil Pengujian Hipotesis Kedua

Pengujian hipotesis kedua dilakukan melalui analisis regresi berganda dan sebelumnya dilakukan uji asumsi klasik untuk memastikan regresi memenuhi kriteria *Best Linier Unbiased Estimator* (BLUE). Uji normalitas *residual* dilakukan melalui *normal probability plot* yang menunjukkan penyebaran plot di sekitar dan mengikuti garis diagonal, sehingga asumsi normalitas pada model regresi telah terpenuhi. Sedangkan penditeksian autokorelasi dilakukan melalui uji Durbin Watson (D-W). Nilai d_L dan d_U pada level 5% untuk sampel sebanyak 85 adalah 1.550 dan 1.747, sedangkan nilai D-W hasil estimasi adalah 1.767. Nilai tersebut berada antara d_U sampai dengan $(4-d_U)$, hal ini mengindikasikan bahwa uji regresi terbebas dari masalah autokorelasi. Pengujian multikolinearitas dilakukan melalui VIF yang semuanya bernilai jauh di bawah 10 dan disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari multikolinearitas. Asumsi terakhir yaitu heteroskedastisitas, pengujiannya dilakukan melalui uji Glejser yang meregresikan nilai absolut *residual* dengan variabel independen. Hasilnya memperlihatkan bahwa tidak ada satupun koefisien variabel yang signifikan, dengan demikian maka regresi memenuhi asumsi homoskedastisitas.

Setelah regresi memenuhi persyaratan asumsi klasik kemudian dilakukan regresi linier berganda untuk melihat pengaruh variabel likuiditas terhadap *underpricing* saham perdana dan ditunjukkan dalam Tabel 2.

Tabel 2
Hasil Pengujian Hipotesis Kedua

$$AR = \beta_0 + \beta_1 \text{TURN} + \beta_2 \text{TURNVAR} + \beta_3 \text{SIZE} + \beta_4 \text{VOLAT} + e \quad (5)$$

Variabel	Nilai Koefisien	Nilai t	p-value
Konstanta	1.159	2.894	0.005**
TURN	9.153	2.557	0.012*
TURNVAR	-5.481	-2.231	0.028*
SIZE	-0.082	-2.619	0.011*
VOLAT	2.294	2.087	0.040*
Nilai F	5.418 (p-value 0.001)**		
R ²	0.213		
Adjusted R ²	0.174		

** signifikan pada $\alpha=1\%$

* signifikan pada $\alpha=5\%$

Sumber: data diolah

Berdasar Tabel 2 dapat dianalisis bila $AR = 1.159 + 9.153_{TURN} - 5.481_{TURNVAR} - 0.082_{SIZE} + 2.294_{VOLAT} + e$ Nilai F adalah 5.418 yang secara statistik signifikan pada $\alpha = 1\%$ menunjukkan bila model regresi *fit* untuk memprediksi *underpricing* atau bisa dikatakan bahwa semua variabel independen secara serempak berpengaruh terhadap *underpricing*. Nilai R^2 sebesar 0.213 menunjukkan bahwa 21.30% variasi *underpricing* dapat dijelaskan oleh *turnover*, deviasi standar *turnover*, *size* dan *aftermarket volatility*, sementara sisanya sebesar 78.7% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak terdapat dalam model.

Dengan melihat hasil di atas penelitian ini berhasil membuktikan pengaruh likuiditas terhadap *underpricing* dengan melakukan kontrol terhadap variabel informasi asimetri yang selama ini banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya. Dimensi pertama yaitu *expected liquidity* yang diproksikan dengan *turnover* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* yang dihitung lewat *abnormal return*. Sementara dimensi kedua yaitu *liquidity risk* yang diukur melalui deviasi standar *turnover* berpengaruh positif pula terhadap *underpricing*. Dengan diidentifikasinya pengaruh likuiditas terhadap *abnormal return* maka penelitian berhasil membuktikan eksistensi hipotesis *aftermarket liquidity* sebagai salah satu variabel yang menjelaskan *underpricing*. Besarnya *underpricing* yang dicerminkan dari *abnormal return* telah mencakup keberadaan premi bagi likuiditas saham. Ini bermakna bahwa investor yang melakukan pembelian saham perdana di pasar primer juga telah memperhatikan faktor likuiditas, sebagaimana halnya apabila mereka melakukan perdagangan saham di pasar sekunder. Hasil ini menunjukkan mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan dengan sampel *seasoned securities* misalnya oleh Datar *et al.* (1998), Chan dan Faff (2002) maupun Hidayah (2005). Dalam melakukan pembelian saham perdana ternyata investor tidak hanya mengekspektasikan saham likuid, tetapi juga menginginkan risiko variabilitas likuiditas yang kecil, dicerminkan dari stabilitas likuiditas saham selama diperdagangkan di bursa sekunder. Bukti di BEJ ini sesuai dengan temuan Ellul dan Pagano (2003) dalam pengujiannya terhadap emisi saham perdana di Inggris menemukan bila *expected liquidity* dan *liquidity risk* berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

7. Simpulan

Hasil yang diperoleh menyimpulkan terjadi *underpricing* penawaran saham perdana di BEJ, di mana terdapat *abnormal return* positif signifikan pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder. Besarnya *underpricing* saham perdana yang ditawarkan di pasar primer telah mencakup adanya premi return positif bagi likuiditas saham, yang berarti membuktikan eksistensi hipotesis *aftermarket liquidity*. Fenomena ini menunjukkan bila aplikasi teori likuiditas yang selama ini hanya diterapkan bagi *seasoned securities* di bursa sekunder juga berlaku bagi saham perdana yang ditawarkan di pasar primer.

Selain itu dari penelitian yang telah dilakukan ini dapat pula diidentifikasi beberapa keterbatasan yaitu :

1. Jumlah sampel yang masih sangat terbatas yaitu sebanyak 86 sampel.
2. Mengingat jumlahnya yang terbatas sampel memasukkan semua jenis perusahaan, tanpa memisahkan golongan keuangan dan non-keuangan. Menurut Desiyanti (2004) perbedaan karakteristik perusahaan ini mempengaruhi besarnya *underpricing* di mana *underpricing* pada perusahaan keuangan yang relatif lebih *regulated* akan lebih kecil dibandingkan perusahaan non-keuangan.
3. Nilai R^2 dan Adjusted R^2 yang relatif masih kecil sehingga masih banyak variabel lain yang kemungkinan mempengaruhi besarnya *underpricing* tetapi belum dimasukkan dalam model penelitian ini.

Dengan memperhatikan berbagai keterbatasan di atas, penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan jumlah sampel yang lebih banyak, melakukan kontrol terhadap perbedaan jenis perusahaan dan memasukkan variabel lain yang berdasar studi lain sebelumnya mempengaruhi *underpricing*. Misalnya Aggarwal et al. (2000) dan Logue et al. (2002) mengungkapkan bahwa *underpricing* juga dipengaruhi oleh aktivitas pasar pada periode *premarket* seperti *partial price adjustment* dan periode *aftermarket* seperti *price stabilization*, *overallotment option* dan *penalty bids*.

Daftar Pustaka

- Aktas, R., Karan, M. B., dan Aydogan, K. (2003). Forecasting Short Run Performance of Initial Public Offerings in the Istanbul Stock Exchange. *Working Paper, Turkish Military Academy*, 1-26.
- Allen, F. dan Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by Underpricing in the IPO Market. *Journal of Financial Economics*, 23 : 303-323.
- Alli, K., Yau, J., dan Yung, K. (1994). The Underpricing of IPOs of Financial Institutions. *Journal of Business Finance and Accounting*, 21(7), October, 1013- 1030.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and Stock Returns: Cross Section and Time-Series Effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 31-56.
- Amihud, Y. dan Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and The Bid Ask Price. *Journal of Financial Economics*, 17, 223-249.
- Arosio, R., Giudici G., dan Paleari S. (2000). What Drives the Initial Market Performance of Italian IPOs? An Empirical Investigation on Underpricing and Price Support. *Working Paper presented at the 2000 FMA Annual Meeting*.

- Aussenegg, W. (1997). Short and Long Run Performance of IPOs in the Austrian Stock Market. *Working Paper, Department of Finance, Vienna University of Technology*, 1-41.
- Baron, D. P., dan Holmstrom B. (1980). The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information: Delegation and The Incentive Problem. *Journal of Finance*, 35(5), 1115-1138.
- Brennan, M. J., Chordia T., dan Subrahmanyam A. (1998). Alternative Factor Specifications, Security Characteristics, and the Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 49, 345-373.
- Chan, H. W., dan Faff, R. W. (2002). Asset Pricing and the Illiquidity Premium. *Working Paper, Monash University*.
- Chi, J. dan Padgett, C. (2002). Short-Run Underpricing and its Characteristics in Chinese IPO Markets. *ISMA Discussion Paper in Finance, Reading University*.
- Datar, V. T., Naik, N. Y., dan Radcliffe, R. (1998). Liquidity and Stock Returns: An Alternative Test. *Journal of Financial Markets*, 203-219.
- Desiyanti, R. (2004). *IPO Underpricing yang Dijelaskan Risiko*. Tesis, Pascasarjana Universitas Gadjah Mada. (tidak dipublikasikan)
- DuCharme, L. L., Rajgopal, S., dan Sefcik, S. E. (2001). Lowballing for "Pop": the Case of Internet IPO Underpricing. *SSRN Working Paper*, 1-28.
- Easley, D., Kiefer, N. M., O'Hara, M., dan Paperman, J. B. (1996). Liquidity, Information, and Infrequently Traded Stocks. *The Journal of Finance*, 4, 1405-1436.
- Ellul, A., dan Pagano, M. (2003). IPO Underpricing and Aftermarket Liquidity. *Working Paper, Centre for Studies in Economics and Finance*, 1-49.
- Ernyan dan Husnan, S. (2002). Perbandingan *Underpricing* Penerbitan Saham Perdana Perusahaan Keuangan dan Non-Keuangan di Pasar Modal Indonesia: Pengujian Hipotesis Asimetri Informasi. *Jurnal Ekonomi and Bisnis Indonesia*, 17(4), 372-383.
- Ghosh, S. (2002). Underpricing of IPOs: the Indian Experience over the Last Decade. *SSRN Working Paper*, 1-32.
- Hanafi, M. M. (1998). Efisiensi Emisi Saham Baru di Bursa Efek Jakarta (1984-1994). *KELOLA*, 17, 88-106.
- Hanafi, M. M., dan Husnan, S. (1991). Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta Selama 1990. *Usahawan*, 11, Nopember, 12-15.

- Hidayah, N. L. (2005). *Pengaruh Faktor Likuiditas pada Return Saham di Bursa Efek Jakarta (Perbandingan Antara Standard CAPM dengan Extendend CAPM)*. Tesis, Pascasarjana Universitas Gadjah Mada. (tidak dipublikasikan).
- Hu, S. (1997). Trading Turnover and Expected Stock Returns: The Trading Frequency and Evidence from the Tokyo Stock Exchange. *Working Paper, National Taiwan University and University of Chicago*, 1-25.
- Husnan, S. (1996). Penjualan Saham BUMN: Apakah Terjadi Distribusi Kemakmuran?. Dalam *Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto*, 169-179.
- Kim, J. B., Krinsky, I. dan Lee, J. (1993). Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea. *Journal of Business Finance and Accounting*, 20(2), January, 195-211.
- Kooli, M., dan Suret, J. (2001). The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence, *Cirano Working Paper*.
- Kunz, R. M., dan Aggrawal, R. (1994). Why Initial Public Offerings Are Underpriced: Evidence from Switzerland. *Journal of Banking and Finance*, 18, 705-723.
- Liu, W. (2004). Liquidity Premium and A Two-Factor Model. *Working Paper, The University of Manchester*.
- Logue D. E., Rogalski, R. J., Seward, J. K., dan Foster-Johnson, L. (2002). What Is Special About the Roles of Underwriter and Market Activities in Initial Public Offerings?. *Journal of Business*, 75(2), 213-243.
- Ma, T., dan Tsai, P. R. (2001). Are Initial Return and IPO Discounts the Same Thing? A Comparison of Direct Public Offerings and Underwritten IPOs. *Working Paper, National Sun Yat-sen University*.
- Mc. Guinness, P. (1992). An Examination of the Underpricing of Initial Public Offerings in Hongkong. *Journal of Business Finance and Accounting*, 19 (2), January, 165-186.
- Nurhidayati, S. dan Indriantoro, N. (1998). Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underprice pada Penawaran Perdana di BEJ. Dalam *Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto*, 415-425.
- Rock, K. (1986). Why New Issues Are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.
- Triaryati, N. (2003). *Perbandingan Abnormal Return Emisi Saham Perdana Perusahaan Keuangan dan Non Keuangan di Pasar Modal Indonesia: Pengujian Hipotesis Asimetri Informasi*. Tesis, Pascasarjana Universitas Gadjah Mada. (tidak dipublikasikan).

- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs and The Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 44, 421-449.
- Wong, K. A., dan Uddin, M. H. (2000). IPO Initial Underpricing in Malaysia: The Effect of Information Revealing in Listing Time Lag. *Working Paper, The National University of Singapore*, 1-34.
- Yasa, G. W. (2003). Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Underpricing* Saham di Bursa Efek Jakarta Tahun 1990-2001. Tesis, Pascasarjana Universitas Gadjah Mada. (tidak dipublikasikan).